# شركة الأسمدة العربية السعودية - سافكو
## البدء بالتغطية
١ ديسمبر ٢٠١٥

## نمو مستقر و بطيء ، لكنه مستمر

نبدأ تغطيتنا لشركة الأسمدة العربية السعودية – سافكو بتصنيف "شراء" وبسعر مستهدف خلال فترة ١٢ شهرا القادمة يبلغ ١٠٦ ر.س.؛ لديها تاريخ من الثبات في التشغيل خلال دورات الارتفاع والهدوء، بالإضافة إلى تدفقات نقدية و توزيع أرباح جاذب، مما يجعل من سافكو شركة يعتمد عليها في سوق متقلبة. عائد توزيع الربح إلى سعر السهم مغري للمستثمرين الباحثين عن الدخل يصل إلى أكثر من ٧٪ سنويا. تنشط الشركة في صناعة تتسم ببطء النمو لكنه ثابت يواجه رياح معاكسة حاليا، مما دفع بموجة بيع لأسهمها ليصبح السعر الحالي نقطة دخول جاذبة. تعتبر الشركة من أقل الشركات في تكلفة إنتاج اليوريا، مما يمكنها من الصمود في مناخ يضغط على الأسعار مع استمرار توزيع الأرباح. مع اقتراب نهاية العام ٢٠١٥، يبدو أنها السنة الأضعف أداء في السنوات القريبة الماضية، مما قد يجعل منها فرصة لبناء مركز قبل التعافي.

### ضغوط المبيعات على الصناعة ككل، ليست محددة بسافكو

انخفاض أسعار اليوريا منذ بداية العام الحالي بنسبة ٢٦٪ نتيجة لضعف الطلب وزيادة العرض، وضع مؤلم لجميع المنتجين. عموما، موقف سافكو أفضل للمضي قدما في هذه الفترة الصعبة لصناعة بلغ متوسط النمو السنوي المركب فيها ٢٪. من الجانب الاقتصادي، إما سيتقلص النمو او سيرتفع. بالرغم من التأثر بالتقلبات الحادة في السعر، نتوقع أن تتعافى أسعار اليوريا قليلا في العام القادم لتصل إلى ٣٠٥ دولار أمريكي للطن من متوسط سعر متوقع للعام الحالي يبلغ ٢٧٠ دولار أمريكي للطن. التوسعة الحالية تضيف ١,١ مليون طن من اليوريا سنويا مما يسمح بارتفاع حجم المبيعات، لكن ارتفاع المبيعات سيكون تدريجيا مع ثبات معدلات الإنتاج. نتوقع انخفاض في مبيعات العام ٢٠١٥ عن العام السابق بنسبة ١٥٪ يتبعها ارتفاع في مبيعات العام القادم عن العام الحالي بنسبة ٥٪ لتصل إلى ٤,٠ مليار ر.س.

### هيكل التكلفة المنخفض يحد من انكماش الهامش

هيكل التكلفة المنخفض وشبه الثابت لدى سافكو يوفر حماية للهامش من الانكماش من الجانبين على العكس من بقية المنتجين حول العالم. بصفة عامة، مؤخرا، استفاد منتجي اليوريا في الصين من الانخفاض الكبير في أسعار الفحم (تراجعت ٢٨٪ منذ بداية العام حتى تاريخه) كما حصل المنتجين في أمريكا الشمالية على ميزة تنافسية مع انخفاض أسعار الغاز الطبيعي من ١١ دولار أمريكي في عام ٢٠٠٨ إلى أعلى من ٢ دولار أمريكي بقليل لكل مليون وحدة حرارية بريطانية حاليا. بالرغم من ذلك، لا يزال الفارق في التكلفة النقدية بين المنتجين مرتفعي التكلفة وسافكو بحدود ٧ أضعاف. نحن نتوقع أن يتعافى هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء إلى ٧١٪ بدلا من ٦٩٪ المتوقع للعام ٢٠١٥، بينما نتوقع أن يصل صافي ربح العام ٢٠١٥ إلى ٢,٦٣٤ مليون ر.س. (ارتفاع ١٠٪ عن العام الماضي). لا غرابة في وجود علاوة لسعر سهم سافكو بسبب العائد المرتفع لحقوق المساهمين الذي يبلغ ٤٠٪ والهوامش الأعلى مقارنة بالشركات المشابهة.

### الخوف من ارتفاع سعر المواد الخام لكنه احتمال ضعيف

مع تراجع الميزة التنافسية وانخفاض أسعار البيع، نحن لا نتوقع حدوث أي زيادة في أسعار المواد الخام لسافكو خلال العام ٢٠١٦. بحلول العام ٢٠١٨، إذا تم رفع سعر المليون وحدة حرارية بريطانية للغاز الطبيعي إلى ١,٢٥ دولار أمريكي بدلا من ٠,٧٥ دولار أمريكي حاليا مع تراجع في سعر اليوريا بحدود ٥٪، فإن صافي الربح سينخفض بحدود ١٣٪، مما يعني عدم امكانية الاستمرار في نسبة توزيع الأرباح الحالية. عموما، ستتوقف الشركة عن توزيع الأرباح إذا ارتفع سعر الغاز إلى مستوى سعر السوق. نحن نرى أن ارتفاع أسعار الغاز سيعمل على الحد من الاستثمار المحلي في الأسمدة ويوقف التوسعات. قد يضطر المنتجين المحليين لإضافة طاقة إنتاجية في مواقع قريبة من أسواق الطلب، خاصة في أمريكا الشمالية التي ترتفع فيها تكلفة الغاز إما من خلال الاستحواذ أو من المشاريع الصديقة للبيئة.

### توزيعات أرباح جيدة بالرغم من الحرص على حفظ النقد

تفرض الرياح المعاكسة في صناعة الأسمدة المحافظة على النقد إلى حين ظهور علامات تحسن في النظرة المستقبلية. نتوقع أن تستمر الشركة في توزيع ربح بقيمة ٦ ر.س. للسهم للعامين ٢٠١٥ و٢٠١٦، يليها ارتفاع تدريجي يصل إلى ٧ ر.س. للسهم في العام ٢٠١٧. في الوقت الحالي، لا يزال عائد توزيع الربح إلى السعر بنسبة ٧٪ جاذب مقارنة بمتوسط عائد ٥,٥٪ منذ بداية العام ٢٠١٤. لا نتوقع حدوث تقليص في توزيع الأرباح إلا إذا انهارت أسعار اليوريا، حيث انتهت الشركة من الإنفاق الرأسمالي ولا يوجد لديها ديون في مركزها المالي، مما يعني أن الاحتفاظ بمركز نقدي كبير لن يضيف قيمة. على العكس، فإن توزيع الأرباح على المساهمين سيرفع من أداء السهم.

| ملخص التوصية | |
|---|---|
| التوصية | "شراء" |
| السعر المستهدف (ر.س.) | ١٠٦ |
| التغير (٪) | ٪٢٤,٣ |
| عائد توزيع الربح إلى السعر | ٪٧,٠ |
| العائد الكلي المتوقع | ٪٣١,٣ |

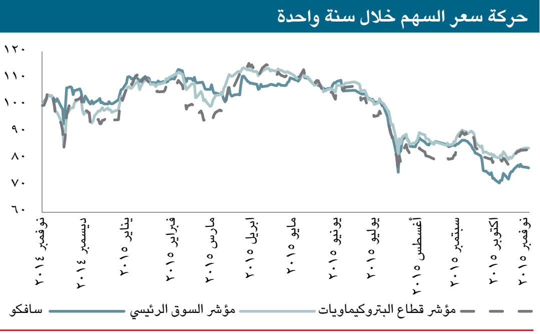
| بيانات السهم | |
|---|---|
| سعر الإغلاق | ٨٥,٢٥ |
| الرسملة السوقية (مليون ر.س.) | ٣٥,٥٢١ |
| عدد الأسهم القائمة (مليون) | ٤١٧ |
| أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع | ٧٧,٧٥ / ١٢٧,٥٠ |
| التغير في السعر منذ بداية العام | (٪٢٤,٣) |
| متوسط حجم التداول اليومي - ١٢ شهر | ٢٨٢,٥ |
| رمز السهم (رويترز/بلومبرغ) | 2020.SE / SAFCO AB |

| | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع |
|---|---|---|---|
| الإيرادات (مليون) | ٤,٤٥٦ | ٣,٨٠٩ | ٤,٠١٧ |
| EBITDA (مليون) | ٣,٣٢٥ | ٢,٦٤٥ | ٢,٨٦٦ |
| ربح السهم | ٧,٦٢ | ٥,٧٦ | ٦,٣٢ |
| الربح الموزع للسهم | ٥,٦٠ | ٦,٠٠ | ٦,٠٠ |

| بنية المساهمة (٪) | |
|---|---|
| الشركة السعودية للصناعات الاساسية (سابك) | ٪٤٣ |
| المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية | ٪١٢ |
| الجمهور | ٪٤٥ |

| المكررات السعرية | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع |
|---|---|---|---|
| مكرر الربحية | ١١,٢ | ١٤,٨ | ١٣,٥ |
| مكرر EV / EBITDA | ١٠,١ | ١٢,٧ | ١١,٧ |
| مكرر السعر إلى المبيعات | ٨,٠ | ٩,٣ | ٨,٨ |
| مكرر القيمة الدفترية | ٤,٥ | ٤,٤ | ٤,٤ |

### حركة سعر السهم خلال سنة واحدة




المصدر: بلومبرغ ، تداول

**عاصم بختيار، CFA**
abukhtiar@fransicapital.com.sa
+٩٦٦١١٢٨٢٦٨٤٤

## ملخص القوائم المالية

| قائمة الدخل (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر) | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع | ٢٠١٧ متوقع | معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٢-٢٠١٥ | معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٨ | الربع الرابع ٢٠١٥ متوقع | الربع الرابع ٢٠١٤ | التغير عن العام السابق | الربع الثالث ٢٠١٥ | التغير عن الربع السابق |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| المبيعات | ٤,٤٥٦ | ٣,٨٠٩ | ٤,٠١٧ | ٤,٠٠١ | (٪٩) | ٪٣ | ١,٠٧٥ | ١,٠٩٣ | (٪٢) | ٨٨٧ | ٪٢١ |
| تكلفة المبيعات | ١,٤٠٢ | ١,٤٦٥ | ١,٤٤٩ | ١,٤١٧ | | | ٤٢٢ | ٣٥٢ | | ٣٣٩ | |
| الربح الإجمالي | ٣,٠٥٤ | ٢,٣٤٤ | ٢,٥٦٨ | ٢,٥٨٤ | (٪١٣) | ٪٦ | ٦٥٣ | ٧٤٢ | (٪١٢) | ٥٤٨ | ٪١٩ |
| المصاريف العامة والإدارية | ٩٧ | ٨٠ | ٨٦ | ٨٤ | | | ٢٧ | ٢٧ | | ١٦ | |
| الربح التشغيلي | ٢,٩٥٦ | ٢,٢٦٤ | ٢,٤٨٢ | ٢,٥٠٠ | (٪١٤) | ٪٦ | ٦٢٦ | ٧١٥ | (٪١٢) | ٥٣٢ | ٪١٨ |
| مصادر دخل أخرى | ٢٩٨ | ٢٢٠ | ٢٣٩ | ٢٥٦ | | | ٥٦ | ٩٤ | | ٥١ | |
| الزكاة | ٨٠ | ٨٤ | ٨٦ | ٧٠ | | | ٣٥ | ٣٠ | | ١٧ | |
| صافي الدخل | ٣,١٧٤ | ٢,٤٠٠ | ٢,٦٣٤ | ٢,٦٨٦ | (٪١٥) | ٪٦ | ٦٤٨ | ٧٧٩ | (٪١٧) | ٥٦٦ | ٪١٤ |
| الأسهم القائمة (مليون) | ٤١٧ | ٤١٧ | ٤١٧ | ٤١٧ | | | ٤١٧ | ٤١٧ | | ٤١٧ | |
| ربح السهم (ر.س) | ٧,٦٢ | ٥,٧٦ | ٦,٣٢ | ٦,٤٥ | | | ١,٥٥ | ١,٨٧ | (٪١٧) | ١,٣٦ | ٪١٤ |
| EBITDA | ٣,٣٢٥ | ٢,٦٤٥ | ٢,٨٦٦ | ٢,٨٨٤ | (٪١٢) | ٪٥ | ٧٤٥ | ٨٤١ | (٪١١) | ٦٢٧ | ٪١٩ |
| توزيعات الأرباح (ر.س.) | ٥,٦٠ | ٦,٠٠ | ٦,٠٠ | ٧,٠٠ | | | | | | | |

*ملاحظة: تم تعديل ربح السهم وتوزيعات الأرباح وفقا لتداول السهم بحدود ٤١٧ مليون ر.س

| قائمة المركز المالي (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر) | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع | ٢٠١٧ متوقع | معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٢-٢٠١٥ | معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٨ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| النقد ومافي حكمه | ١,٦٤٠ | ١,٨٨٧ | ١,٨٥٨ | ١,٩٦٨ | (٪١٩) | (٪٢) |
| المستحقات | ٥٩٩ | ٥٨٩ | ٥٦٨ | ٥٧١ | | |
| بنود متداولة أخرى | ٥٤٢ | ٥٣٤ | ٥٤٦ | ٥٥٥ | | |
| الأصول المتداولة | ٢,٧٨١ | ٣,٠١٠ | ٢,٩٧٣ | ٣,٠٩٤ | (٪١٦) | (٪١) |
| ممتلكات وأجهزة ومعدات | ٤,٧٩٢ | ٤,٩١٥ | ٤,٩١٣ | ٤,٨٥٧ | | |
| أصول أخرى | ١,٣٥١ | ١,٣٠١ | ١,٣٤٥ | ١,٤١٥ | | |
| اجمالي الأصول | ٨,٩٢٥ | ٩,٢٢٧ | ٩,٢٣١ | ٩,٣٦٧ | (٪٣) | (٪٠) |
| الذمم الدائنة | ٤٢٣ | ٥٦٠ | ٣٧٩ | ٤٩٣ | | |
| مخصص الزكاة | ٨٨ | ٩٢ | ١٠٨ | ١١٢ | | |
| المطلوبات المتداولة | ٥١٠ | ٦٥٣ | ٤٨٧ | ٦٠٥ | (٪٢) | (٪٩) |
| استحقاقات الموظفين | ٥٥٣ | ٥٨٥ | ٥٩٥ | ٦١٠ | | |
| اجمالي المطلوبات | ١,٠٦٣ | ١,٢٣٨ | ١,٠٨٢ | ١,٢١٥ | ٪٢ | (٪٥) |
| اجمالي حقوق المساهمين | ٧,٨٦٢ | ٧,٩٨٩ | ٨,١٤٩ | ٨,١٥١ | (٪٣) | ٪٠ |
| اجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين | ٨,٩٢٥ | ٩,٢٢٧ | ٩,٢٣١ | ٩,٣٦٧ | (٪٣) | (٪٠) |

| قائمة التدفق النقدي (مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر) | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع | ٢٠١٧ متوقع | معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٢-٢٠١٥ | معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٨ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| الربح قبل الزكاة | ٣,٢٥٤ | ٢,٤٨٤ | ٢,٧٢١ | ٢,٧٥٦ | (٪١٤) | ٪٦ |
| بنود غير نقدية | ١١٧ | ٢٣٠ | ٢٢٧ | ٢٣٢ | | |
| المستحقات | ٥٧ | ١١ | ٢١ | (٣) | | |
| مصاريف مدفوعة مقدما | ٩٠ | ٣٠ | (١٤) | ١ | | |
| المخزونات | (٤٥) | (١٨) | ٥ | (١٠) | | |
| الذمم الدائنة | (١٥٢) | ١٣٨ | (١٨١) | ١١٤ | | |
| الزكاة المستحقة | (١٢٥) | (٧٩) | (٧١) | (٦٦) | | |
| استحقاقات الموظفين وامتلاك المنازل | ٦١ | (٨) | ١٠ | ١٨ | | |
| النقد من أنشطة التشغيل | ٣,٢٥٧ | ٢,٧٨٦ | ٢,٧١٨ | ٣,٠٤٢ | (٪١١) | ٪٢ |
| إضافة ممتلكات واجهزة ومعدات | (٧٦٦) | (٤٣٠) | (٣٣٠) | (٢٧٥) | | |
| أنشطة استثمارية أخرى | ٣٢٣ | ١٤٣ | ٨٤ | ٥٢ | | |
| النقد من الاستثمار | (٤٤٣) | (٢٨٧) | (٢٤٦) | (٢٢٣) | ٪٠ | (٪١٠) |
| التوزيعات النقدية المدفوعة | (٣,٣١٣) | (٢,٢٥٠) | (٢,٥٠٠) | (٢,٧٠٨) | | |
| التعويض | - | (١) | (١) | (١) | | |
| النقد من أنشطة التمويل | (٣,٣١٣) | (٢,٢٥١) | (٢,٥٠١) | (٢,٧١٠) | (٪١٢) | ٪٩ |
| التغير في النقد | (٥٠٠) | ٢٤٧ | (٢٩) | ١١٠ | | |
| النقد الابتدائي | ٢,١٤٠ | ١,٦٤٠ | ١,٨٨٧ | ١,٨٥٨ | | |
| النقد النهائي | ١,٦٤٠ | ١,٨٨٧ | ١,٨٥٨ | ١,٩٦٨ | | |

| النمو عن الفترة المماثلة من العام السابق | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع | ٢٠١٧ متوقع |
|---|---|---|---|---|
| المبيعات | ٪٥ | (٪١٥) | ٪٥ | (٪٠) |
| EBITDA | ٪٥ | (٪٢٠) | ٪٨ | ٪١ |
| EBIT | ٪٦ | (٪٢٣) | ٪١٠ | ٪١ |
| صافي الربح | ٪٠ | (٪٢٤) | ٪١٠ | ٪٢ |
| التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية | (٪١) | (٪١٤) | (٪٢) | ٪١٢ |
| توزيعات الأرباح | (٪٤٢) | ٪٧ | - | ٪١٧ |

| الهوامش | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع | ٢٠١٧ متوقع |
|---|---|---|---|---|
| الإجمالي | ٪٦٩ | ٪٦٢ | ٪٦٤ | ٪٦٥ |
| EBITDA | ٪٧٥ | ٪٦٩ | ٪٧١ | ٪٧٢ |
| EBIT | ٪٦٦ | ٪٥٩ | ٪٦٢ | ٪٦٢ |
| الصافي | ٪٧١ | ٪٦٣ | ٪٦٦ | ٪٦٧ |
| التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية | ٪٧٣ | ٪٧٣ | ٪٦٨ | ٪٧٦ |
| صافي الدين / EBITDA (x) | ٩,٠ | ٨,٣ | ٦,٦ | ٧,٠ |

| النسب | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع | ٢٠١٧ متوقع |
|---|---|---|---|---|
| الحالية | ٢,٢ | ١,٧ | ٢,٣ | ١,٩ |
| العائد على حقوق الملكية | ٪٣٩ | ٪٣٠ | ٪٣٣ | ٪٣٣ |
| العائد على الأصول | ٪٣٥ | ٪٢٦ | ٪٢٩ | ٪٢٩ |
| الدفعات | ٪٧٤ | ٪١٠٤ | ٪٩٥ | ٪١٠٩ |
| السعر إلى المبيعات | ٨,٠ | ٩,٤ | ٨,٩ | ٨,٩ |
| مكرر الربحية | ١١,٢ | ١٤,٨ | ١٣,٥ | ١٣,٣ |
| مكرر القيمة الدفترية | ٤,٥ | ٤,٥ | ٤,٤ | ٤,٤ |
| مكرر قيمة الشركة الى EBITDA | ١٠,١ | ١٢,٨ | ١١,٨ | ١١,٧ |

| السعر (دولار امريكي/للطن) | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع | ٢٠١٧ متوقع |
|---|---|---|---|---|
| اليوريا | ٣٤٨ | ٣٦٨ | ٣٠٤ | ٣٠٥ |
| الأمونيا | ٥٠٧ | ٥٢٤ | ٤٣٣ | ٤٤٥ |

| الغاز الطبيعي (دولار/ لكل مليون وحدة حرارية بريطانية) | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع | ٢٠١٦ متوقع | ٢٠١٧ متوقع |
|---|---|---|---|---|
| سافكو | ٠,٧٥ | ٠,٧٥ | ٠,٧٥ | ٠,٧٥ |
| سوق نيويورك - نيميكس | ٤,٤٨ | ٤,٢٨ | ٣,١٢ | ٢,٤٦ |
| الفروقات | ٣,٧٣ | ٣,٥٣ | ٢,٣٧ | ١,٧١ |

## النظرة الاستثمارية

مع ٣,٤ مليون طن سنويا، تعتبر سافكو أحد أكبر منتجي اليوريا في العالم، توظف ما يزيد على ١,٥٠٠ موظف. تأسست عام ١٩٦٦، تمتلك سابك ما يقارب ٤٣٪ من الشركة. تستفيد الشركة من هيكل التكاليف القليلة نتيجة لميزة المواد الأولية، حيث تحصل على الغاز الطبيعي بسعر ٠,٧٥ دولار امريكي لكل مليون وحدة حرارية بريطانية بالإضافة لخدمات الدعم المشتركة. بلغ متوسط هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والاطفاء مستوى مرتفع بلغ ٧٦٪ بين عام ٢٠١٢ وعام ٢٠١٤ مقابل متوسط نفس الهامش لدى الشركات المماثلة بنسبة ٣٣٪. تبلغ مبيعات الشركة من الأسواق العالمية ٩٨٪، وفي مقدمتها منطقة آسيا وأستراليا. وصل مشروع سافكو - ٥ الى مرحلة التشغيل التجاري في يوليو عام ٢٠١٥، بإضافة طاقة إنتاجية لمادة اليوريا بمقدار ١,١ مليون طن سنويا. تاريخيا، تم بيع فائض الأمونيا (طاقة إنتاجية بمقدار ٢,١ مليون طن سنويا) وتشكل ما بين ٣٥٪ الى ٥٠٪ من المبيعات، مع ذلك تمضي الشركة في اتجاه أن تكون من الشركات المتخصصة في إنتاج اليوريا.

تراجعت اسعار اليوريا بنسبة ٢٦٪ منذ بداية العام حتى تاريخه، نتيجة لوفرة المعروض في السوق وانخفاض تكلفة الإنتاج. ارتفع العرض بنمو سنوي مركب ٤,٠٪ ليتفوق على النمو السنوي للطلب العالمي بمعدل مركب ١,٩٪ سنويا، مما يؤدي الى تراكم المخزون خلال الثلاث الى الأربع سنوات القادمة. تتخذ الصين، أكبر سوق لليوريا، خطوات لتعزيز الصادرات نظرا لضعف الطلب المحلي مثل المعدلات الضريبية المناسبة، نتج عنه ارتفاع في الصادرات في عام ٢٠١٤ بنسبة ٦٤٪ عن العام السابق. لدى المنتجين الصينيين باستخدام الفحم أعلى تكلفة نقدية وبالتالي تعتبر تكلفتهم هي الأساس. مع ذلك، تراجعت اسعار الفحم منذ بداية العام الى الان بنسبة ٢٨٪ مما خفض تكاليف الإنتاج، بجانب انخفاض أسعار اليوريا. من ناحية أخرى، تراجعت اسعار الغاز الطبيعي في سوق نيويورك - نايمكس من حوالي ١١ دولار امريكي لكل ملون وحدة حرارية بريطانية في عام ٢٠٠٨ الى أعلى بقليل من ٢ دولار امريكي حاليا، مما أدى الى تحسن كبير في الموقف التنافسي للمنتجين في أمريكا الشمالية. إذا استمر اتجاه تراجع أسعار الغاز، نعتقد انه من المحتمل أن تتعثر أو حتى تنعكس الهيمنة الحالية على الأسواق من منتجي الأسمدة في الشرق الأوسط. في هذا المشهد، نرى خطر محدود في رفع أسعار المواد الأولية لسافكو، على الأقل لحين انتهاء العام ٢٠١٦.

للعام القادم، نتوقع تحسن سعر اليوريا الى ٣٠٥ دولار امريكي للطن مقابل سعر اليوريا المحقق في عام ٢٠١٥ بحدود ٢٧٠ دولار امريكي للطن. بناء على تقديراتنا، نتوقع بعض التحسن في المبيعات للعام ٢٠١٦ لتصل إلى ما يقارب ٤,٠ مليار ر.س. (بارتفاع عن العام السابق ٥٪) بدعم من ارتفاع حجم المبيعات. نعتقد أن ضعف المبيعات للعام الحالي وضع استثنائي. نظرا لثبات هيكل التكلفة، سيأتي الضغط على الهامش من أسعار البيع. من المتوقع أن تتحسن هوامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والاطفاء في العام القادم ليصل إلى ٧١٪ بعد التراجع الاستثنائي المتوقع للعام الحالي إلى ما يقارب ٦٩٪. ربطت البيانات الاقتصادية التكلفة النقدية الصينية لإنتاج طن الأمونيا بحدود ٣٦٢ دولار امريكي، حيث أن الأمونيا المادة الأساسية لإنتاج اليوريا، مقابل تكلفة نقدية متوقعة لشركة سافكو بحدود ٥٣ دولار في إشارة لميزة التكلفة الكبيرة لديها. نتوقع أن تحقق الشركة صافي ربح للعام ٢٠١٦ بقيمة ٢,٦٣٤ مليون (بارتفاع عن العام السابق بحدود ١٠٪ بعد تراجع متوقع للعام ٢٠١٥ بحدود ٢٤٪ عن العام السابق.

بالرغم ضعف النظرة لصناعة الأسمدة على المدى القريب، ألا أننا نرى بعض المزايا الواضحة لسافكو ١) مستقرة، هيكل تكلفة منخفض مقابل الشركات المماثلة الواقعة تحت ضغط الهوامش بسبب تكلفة المواد الأولية المختلفة وأسعار المنتجات، كما تعتبر سافكو في وضع جيد يؤهلها لتحمل فترات طويلة من تراجع سعر المنتج، و٢) لا توجد ديون لدى الشركة وليس لديها أي خطط قادمة تتضمن إنفاق رأسمالي كبير، مما يعني أن الشركة يمكن أن تستمر في توليد التدفق النقدي الحر بمستوى أعلى من المتوسط للمساهمين، و٣) تاريخ قوي لعائد توزيع الربح الى سعر السهم ودفع توزيعات ارباح مرتفعة مما يؤدي لاستمرار الجاذبية للاستثمار، و٤) التحوط المحتمل ضد ضعف أسعار البترول إذا ارتفع سعر اليوريا. في المقابل، إذا تحسن سعر البترول، سوف تنشط الشركة جنبا إلى جنب مع بقية الشركات في السوق.

نبدأ التغطية لشركة الأسمدة العربية السعودية - سافكو بالتوصية شراء مع سعر المستهدف لفترة الاثني عشر شهرا القادمة بقيمة ١٠٦ ر.س.، بارتفاع محتمل عن سعر السوق الحالي بحدود ٢٤٪. قمنا باستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح المستقبلية في تقييم الشركة نظرا الى أن أساس الاستثمار هو العائد الرأسمالي للمساهمين في الشركة. نعتقد أن الشركة ستكون حريصة فيما يتعلق بالنقد إلى حين تحسن سعر اليوريا لتقوم بتوزيع ربح بقيمة ٦,٠٠ ر.س. للسهم في عامي ٢٠١٥ و٢٠١٦. لكن من المرجح أن تكون توزيعات الأرباح مقيدة في حال انخفض سعر اليوريا بنسبة ٥٪ أو أكثر. بالإضافة الى ذلك، قد تتراجع القدرة على توزيع الأرباح بشكل كبير في حال حدث ارتفاع في تكاليف المواد الأولية. خلال السبعة أرباع السنة الأخيرة، بلغ متوسط عائد توزيع الربح الى سعر السهم ٥,٥٪ مقابل المعدل الحالي لعائد توزيع الربح إلى السعر بحدود ٧٪، مما يعني أن سعر السهم سوف يرتفع لتحقيق العائد حول المتوسط الطبيعي السابق. يعادل السعر المستهدف عائد توزيع ربح إلى السعر بحدود ٥,٦٪.

## إطار العمل بالتوصيات

**شراء**
توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

**احتفاظ**

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

**بيع**

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

**السعودي الفرنسي كابيتال**

**مركز الاتصال** | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

**قسم الأبحاث والمشورة**

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa




# اخلاء المسؤولية

تـم اعـداد هذا التقرير من قبل شركة السـعودي الفرنسي كابيتال، شركة اسـتثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاسـتثمارية، ادارة الأصول، الوسـاطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمـد هـذا التقرير على المعلومات المتاحة للعمـوم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمهـا كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجـب الاتكال عليها كمعلومات متكاملـة أو دقيقـة. وعليـه، لا نقدم أو نضمـن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول عـلى عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومـات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاسـتثمار لطبيعة المسـتثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شـخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السـعودي الفرنسي كابيتال بشـدة أي مسـتثمر محتمل أن يطلب إرشـاد قانوني، محاسـبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاسـتثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات اسـتثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاسـتثمار الى رسـوم على الاسـتثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

**السعودي الفرنسي كابيتال ،شركة محدودة المسؤولية**

**سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧**

**صندوق بريد: ٢٣٤٥٤**

**الرياض ١١٤٢٦**

**المملكة العربية السعودية**

**المركز الرئيسي – الرياض**